

整合信息披露、信息处理成本与投资意愿 ——基于个体投资者判断的实验研究

周 波^{1,2,3}, 李洁柔³, 王少飞^{1,4}

(1. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 滴水湖高级金融学院, 上海 200120;
3. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433; 4. 上海财经大学 商学院, 上海 200433)

摘要:信息处理成本直接影响投资者的信息选择与投资结果,信息的有效获取和处理是资本市场发挥功能的重要基础。文章聚焦于管理层讨论与分析(MD&A)的信息披露方式,提出将现有的MD&A披露方式(传统披露)转变为整合披露(Integrated Disclosure)。在这种新的披露模式下,公司将与其核心业务相关的同类、同质信息进行逻辑性分类、阐述与呈现。实验结果显示,信息的整合披露不仅增进了投资者对信息的理解,还增强了他们的投资意愿。特别是对于当期业绩表现不佳的公司,整合信息披露的积极影响尤为显著。中介效应分析表明,整合信息披露激发了投资者的情景思维(Scenario Thinking),帮助他们更深入地理解公司产品业务创造价值和获取现金流的逻辑,从而增强了投资者对MD&A内容的信任和投资意愿。文章研究表明,即使不增加信息披露的数量,优化信息的呈现方式也能大幅减少投资者的信息处理成本,从而增强他们对资本市场的信心和投资意愿。文章研究结论对监管机构、上市公司以及投资者都具有重要的参考价值。

关键词:信息处理成本;整合信息披露;情景思维

中图分类号:F23; F830.91; F830.59 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2025)04-0139-16

DOI: [10.16538/j.cnki.jfe.20240610.103](https://doi.org/10.16538/j.cnki.jfe.20240610.103)

一、引言

随着资本市场改革的深入推进,尤其是股票发行注册制的全面实施,投资者对公司会计信息披露的质量提出了更高要求。为了规范上市公司的信息披露行为,保护投资者合法权益,依据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》等相关法律法规,中国证监会于2021年发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》修订说明。高效的信息披露机制是提升资本市场运作效率的关键因素,会计信息披露的质量直接关系到资本市场资源的优化配置。

Indjejikian(1991)指出,公司所披露的信息只有在经过投资者分析后才能转化为有用的“信息”。投资者在评估与公司价值相关的信息披露时,需要进行深入的分析和甄别,这一过程涉及

收稿日期:2024-02-07

基金项目:国家自然科学基金项目(72172083, 72032003); 国家社会科学基金项目(21BJL083); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(22JJD790093)

作者简介:周 波(1983—),女,浙江慈溪人,上海财经大学会计学院、会计与财务研究院、滴水湖高级金融研究院副教授,博士生导师;

李洁柔(1999—),女,山东菏泽人,上海财经大学会计学院博士研究生;

王少飞(1977—)(通讯作者),男,山东平度人,上海财经大学商学院、会计与财务研究院副研究员,博士生导师。

较高的时间和精力成本,即所谓的整合成本(Blankespoor, 2019; Blankespoor 等, 2020)。当信息处理成本过高时,投资者可能会减少对信息价值相关性的分析,以及对是否有助于企业估值的考量,转而采取跟随市场价格的盲目投资策略(Bloomfield, 2002),这将降低资本市场的定价效率。因此,企业报告的演进和改进应以满足用户需求为出发点(潘琰和辛清泉, 2004)。

管理层讨论与分析(MD&A)不仅涵盖了对公司过往财务状况和经营成果的分析与评估,还包括对公司未来发展趋向和前景的前瞻性判断与预期。作为对传统以报表和数字为核心的年报的重要补充,MD&A 旨在帮助投资者从管理层的角度理解和评估公司业务创造价值的逻辑及其发展趋势,因而受到学术界、实务界以及相关准则制定部门的高度重视。

现有研究表明,年报中的 MD&A 部分有效披露了公司层面的业务发展情况,为投资者提供了具有增值作用的决策信息,并提高了对公司未来收益预测的准确性(Barron 等, 1999; Li, 2010; Cole 和 Jones, 2015; 刘昱熙, 2007; 薛爽等, 2010);此外,MD&A 还提高了股票价格的信息效率(Clarkson 等, 1999; Muslu 等, 2015; Brown 等, 2021)。而也有研究指出,MD&A 的信息披露未能完全达到监管机构的预期目标。例如,李翔和冯峰(2006)通过问卷调查发现,投资者对 MD&A 等非量化信息的信任度不高;刘昱熙(2007)观察到上市公司在 MD&A 披露中存在大量泛泛而谈的信息,这些内容掩盖了关键信息,不利于投资者吸收和理解重要信息;李燕媛(2018)通过问卷调查指出,当前我国的 MD&A 信息被投资者严重忽视,其原因在于投资者对年报的分析能力较弱,加之 MD&A 包含的前瞻性信息不确定性较大,导致投资者信任度较低(Epstein 和 Pava, 1995);王文红和刘浩(2022)研究发现,近年来公司实际披露的信息与外部使用者的信息需求之间的差距不断扩大,亟需对相关披露准则进行修订。

国际会计准则理事会(IASB)于 2021 年 6 月发布关于管理层讨论与分析(MD&A)的修订草案,旨在要求管理层提供充足的信息,这些信息应能体现公司的长期发展战略,以满足投资者及其他外部信息使用者的需求。同时,中国证监会也提出对 MD&A 内容的修改意见,并发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》修订说明。该文件明确规定,年度报告中的“第三节 公司业务概要”^①和“第四节 经营情况讨论与分析”^②应合并为修订后的“第三节 管理层讨论与分析”。在这一章节中,公司需要结合行业发展趋势和业务运营情况,针对性地分析主要财务数据变动的原因,并评估可能对公司未来业绩和发展产生重大影响的关键趋势。

MD&A 的初衷是提供上市公司财务报表的叙述性解读,为投资者提供一个财务分析的背景框架,使他们能够站在管理层的立场上审视公司,并更深入地理解业务与财务数据之间的内在联系。因此,管理层在对未来进行预测时应综合考虑当期的关键财务数据以及公司当前的发展状况。而现实情况是,上市公司在 MD&A 信息披露中往往将企业发展现状、关键财务数据、未来展望等内容碎片化地呈现,缺乏必要的逻辑性和连贯性,这与证监会文件中所提出的要求存在较大差距。

在上述背景下,本文通过实验研究方法,在保持管理层讨论与分析(MD&A)披露信息量不变的前提下,创新性地重构了传统的 MD&A 信息披露方式,采用整合披露^③的形式,以便投资者

① “公司业务概要”章节主要包括公司经营模式及主要产品、核心竞争力等内容。

② “经营情况讨论与分析”章节包括“关键财务数据”和“未来发展与展望”两部分内容。

③ Blankespoor 等(2020)认为,整合成本(Integration Cost)指的是投资者在将所收集的信息汇总并应用于企业估值或投资决策过程中所承担的成本。投资者需要支付这一成本,以便确定公司所披露的各项信息与公司价值之间的预期联系,以及每种信息在公司价值创造过程中的角色和重要性。可见,信息的整合是一个至关重要的过程,它有助于投资者更深入地理解信息内容,明晰披露信息与公司价值之间的关联,并据此做出明智的投资决策。

更加容易解读和处理信息。具体而言,本文运用改变信息布局和采用表格化展示等关键手段,针对MD&A中的各项信息,对同质同类的当期财务数据、业务发展和核心竞争力等方面进行系统的整理和关联,并以最小的物理距离呈现这些信息,旨在增强MD&A信息的逻辑性和关联性。

信息处理成本直接关系到投资者的信息筛选和投资决策效果,降低信息处理成本成为提升资本市场信息效率的关键策略。心理学研究指出,当个体能够理解某一情境的前因后果及其发展脉络时,他们对事物本质的理解会更加深刻,对未来趋势的预测也会更加自信(Bryson等,2016)。这种情境思维(Scenario Thinking)促使个体在处理特定信息时能够将信息的上下文融入分析过程(Sedor, 2002; Hastie 和 Dawes, 2009),从而更易于接受逻辑清晰的信息。Koonce等(2011)指出,财务报告中事件的顺序性和时间序列特性使其成为研究信息整合披露的理想环境。本文认为,当管理层讨论与分析(MD&A)信息以整合的方式呈现时,投资者能够更深入、更有逻辑地理解企业的当前财务状况、业务发展、核心竞争力以及未来展望,从而对企业未来的发展趋势持有更坚定的信心,并表现出更强烈的投资意愿。

基于上述预期,本文设计了一项 2×2 的被试者间(between-participants)实验,实验中操控了两个变量:一是MD&A信息披露的形式,包括传统的MD&A披露方式和整合披露;二是企业业绩表现,分为同比增长和同比下降两种情况。参与实验的被试者为来自国内某211高校的123名MBA学生。在实验过程中,被试者首先阅读虚构案例公司的基本情况和MD&A信息,然后给出投资意愿等判断。实验结果显示,与传统的信息披露方式相比,整合信息披露显著增强了投资者的投资意愿,尤其在企业当期业绩出现下滑的情况下,这种正向效应更加明显。进一步分析发现,整合信息披露不仅显著提升了投资者对MD&A信息内容的理解程度,还有助于投资者更好地把握公司产品业务如何创造价值及获取现金流的过程,从而增强了投资者对MD&A内容的信任和投资意愿。这些发现与情景思维理论的预期相一致。

本文的研究在理论和实践层面均具有重要意义。首先,本文的研究为中国证监会、国际会计准则理事会等监管机构改进信息披露提供了实践指导。个体投资者在资本市场上常常处于知识和信息劣势,而整合信息披露可以有效提升投资者的信息获取能力,从而使他们的决策基于充分的信息。此外,当企业业绩出现下滑时,整合披露有助于投资者更深入地理解企业创造价值的过程,这对于监管者在经济下行期增强投资者对资本市场的信心具有积极作用。其次,本文将情景思维理论应用于财务信息披露领域,这不仅丰富了信息披露相关文献,而且为资本市场信息披露方法的创新和改进提供了理论支持。最后,本文的研究对上市公司具有重要的借鉴价值。企业在披露信息时需要在收益和成本之间做出权衡,本文发现即使信息披露数量不变,优化信息披露的形式也能增强投资者的投资意愿,从而缓解信息不对称,降低企业融资成本。

二、研究背景、理论分析与研究假设

(一)信息处理成本与MD&A信息披露

当前,我国上市公司年度报告中MD&A部分的信息披露存在供需不平衡的现象,这种信息的非帕累托最优状态导致了额外的社会披露成本。Fama和Laffer(1971)以及刘昱熙(2007)的研究指出,投资者高度重视公司公开披露的信息,而由于现有公开信息无法完全满足投资者的信息需求,投资者难以将这些有助于提高预测准确性的信息应用于投资决策中。这与证监会最初引入MD&A的目的相悖。国际会计准则理事会(IASB)的调查表明,《国际财务报告准则实务公告第1号——管理层评论》(简称“实务公告第1号”)已无法充分满足投资者和债权人等外部信

息使用者的当前信息需求。现行报告主要存在的问题包括信息碎片化、难以与企业财务报告等其他内容相协调以及文本内容过于冗长,这使投资者难以有效浏览和识别重要信息。鉴于此,IASB 于 2021 年 6 月发布征求意见稿,旨在根据投资者和其他外部信息使用者的信息需求,在遵循总体概念框架的基础上,对 MD&A 的质量特征进行更加精确的描述。这不仅涵盖了重要性、平衡性等基本要求,还包括了清晰简明性、一致性等提升性要求。王文红和刘浩(2022)提出,若要实现信息质量的一致性要求,MD&A 中讨论的某部分内容可能会影响其他部分,因而还需披露投资者和债权人在评估这些影响时所需的信息。也就是说,MD&A 中的某些信息可能需要与其他部分的信息或业绩信息相结合,以便投资者更好地理解,信息的呈现方式应该能够阐释上下文以及信息之间的关联。因此,本文探讨是否可以通过改进 MD&A 的披露形式来满足投资者和其他外部信息使用者的信息需求,以实现 IASB 等相关准则制定机构设定的目标。

(二)情景思维理论

情景是对过去、现在和未来因素的综合考量(Schnaars, 1987),它提供了一种定性的、上下文相关的描述,阐述了当前状况如何可能演变为未来状态(包括可能的原因和结果)。简而言之,情景是通过利用过去和当前事件的相关信息来辅助决策者预见未来的过程(Tversky 和 Kahneman, 1983; Jungermann, 1985; Schnaars, 1987; Van der Heijden 等, 2009)。情景的一个关键特点是在一个全面的背景中描绘公司的社会环境、资源和商品等活动(Nardi, 1992),全面捕捉所有感知到的未来发展趋势,理解环境并对传统思维提出挑战(Bryson 等, 2016)。当个人在情景中考虑信息时,他们会运用情景思维(Sedor, 2002; Hastie 和 Dawes, 2009),这是一种基于参与者在情景过程中做出判断的思维方式(Bryson 等, 2016)。当个人的判断与实际情况相结合时,他们能够把握环境中的内外部资源,并理解过去和现在,以便应对未来的不确定性(Mackay 和 McKiernan, 2006; Sarpong 和 Maclean, 2011)。在年报信息披露中,管理层讨论与分析(MD&A)部分既包括关键财务数据、公司发展现状等信息,也涵盖了对未来展望的内容。年报中提供的关键财务数据是对过去一年业务活动的确认和计量,属于情景中的“过去”因素;年报中提供的公司发展现状和核心竞争力情况属于情景中的“现在”因素;而 MD&A 中的未来展望部分则属于情景中的“未来”因素。

传统的资本市场信息披露模式通常将公司的发展现状(“现在”)、关键财务数据(“过去”)以及未来展望(“未来”)三个部分的信息分开展示。这种方式在一定程度上阻碍了投资者基于公司当前状况深入分析当期经营业绩背后的原因,也限制了他们将这些原因进行系统化总结,从而形成更加准确和可靠的对未来展望的结论。这种披露方式下的同质信息并不能有效支持对 MD&A 内容质量的评价(Zhang 等, 2019)。Hazan-Liran 和 Miller(2017)研究发现,当提供给参与者的无关事物颜色相同时,他们的思考时间增加,解决问题的效率降低。Brown 等(2020)指出,对财务数据进行主题分析能够提高发现错报的概率。马永义(2021)的研究表明,会计报表披露的信息具有很强的综合性,仅凭阅读报表难以还原企业经济活动的全貌。因此,为了通过企业财务报告分析为各类决策者提供有价值的信息或技术支持,从方法论的角度来看,不能仅仅局限于报表本身,对同性质的经济业务进行整合分析能够帮助投资者更清晰地理解未来战略提出的原因。2021 年中国证监会发布相关准则,要求上市公司财务报表应包含叙述性解释,并分析公司外部环境等内容,且这些内容应与公司经营成果和财务状况有足够关联。本文翻阅了几家上市公司在 2023 年初发布的 2022 年年报,发现大多数企业仅仅是将标题“第三节 公司业务概要”和“第四节 经营情况讨论与分析”改为“第三节 管理层讨论与分析”,但在内容上并未针对主要财务数据变化的原因进行深入分析,这与证监会和国际会计准则理事会的初衷不符。

美国证券交易委员会在 2020 年指出,管理层应在 MD&A 部分确认并讨论公司的发展趋势等关键信息,以及这些信息对当期经营成果的影响;在此基础上,管理层还需对未来的发展趋势做出合理预测和判断。国际会计准则理事会(IASB)在 2021 年指出,MD&A 在向投资者有效传达信息方面扮演着至关重要的角色,应当讲好公司的故事,以当期财务数据为基础,提供更多具有导向性和相关性的解释,从而凸显内容领域之间的联系。本文认为,若将 MD&A 中对投资者理解公司业务有帮助的所有同质信息进行整合分析,即将公司的发展现状、核心竞争力等重要信息(为何发生)、^①关键财务数据(如何发生)以及未来展望(可能产生的影响)三部分内容进行整合,就能为投资者提供一个关于公司业务发展逻辑和趋势的定性描述和框架,有助于投资者能够更好地理解公司的“情景”。在“情景”中,投资者浏览和吸收 MD&A 信息,形成对财务数据、非财务数据以及公司未来潜力的更具情景性的逻辑判断。一方面,情景思维使投资者能够深入理解关键财务数据的真实含义,并准确把握当期业绩的表现水平;另一方面,投资者可以结合公司的核心内外部资源发展现状,理解公司创造价值的过程及其对未来趋势的影响。总之,整合信息披露使投资者在阅读 MD&A 时,对公司关键财务数据与公司价值创造过程有了情景化的理解,这种情景化的理解加深了投资者对管理层披露内容逻辑性和可信度的感知,从而增强了投资者的投资意愿。

基于监管机构对 MD&A 信息披露的改进建议,本文认为监管者期望 MD&A 信息披露能够展现更强的连贯性、相关性和逻辑性,即采用一种整合的信息披露方式。结合心理学中的情景思维理论,本文预期与传统披露形式相比,整合的 MD&A 信息披露能够增强投资者的情景思维能力。这将帮助投资者更深入地理解和分析公司产品业务创造价值的过程,从而增强其投资意愿。

基于上述分析,本文提出假设 1:在控制其他变量的情况下,与传统信息披露形式相比,MD&A 的整合披露方式能够显著增强投资者的投资意愿。

(三)当期业绩类型

不同的当期经营业绩表现会引发投资者对信息的差异化反应。心理学研究指出,个体通常对负面消息的反应比对正面消息更加强烈([Skowronski 和 Carlson, 1989; Baumeister 等, 2001](#))。在资本市场的研究中也观察到类似的现象。例如,Epstein 和 Schneider([2008](#))的研究表明,风险厌恶型投资者对负面消息的反应比对正面消息更加强烈; Baur 和 Dimpf([2016](#))发现,投资者在接收到负面消息时会进行更广泛的信息搜集。

本文预期,公司发展现状、业绩表现和未来预测这三部分内容的披露方式在不同业绩类型下对投资者意愿的作用会有所差异。在业绩不佳的情况下,整合披露能够使投资者以较低的信息处理成本理解和把握公司当前的业绩表现及其未来发展趋势的因果关系,从而有效地将未来的利好信息纳入投资决策,从而增强投资意愿。^②而如果 MD&A 内容以传统的分散、割裂方式

^① 国际会计准则理事会和美国证券交易委员会认为,重要信息应当与评估公司当前的财务状况和经营成果紧密相关,且这些信息对于理解公司业务的发展至关重要。这包括对经营性现金流的金额和确定性进行评估,以及识别可能影响公司长期创造价值和产生现金流能力的因素。本文认为,公司核心竞争力等重要信息能够为当期的经营业绩提供合理的解释,从而使投资者能从管理层的角度有效审视公司的发展。

^② 人们普遍存在“不切实际的乐观”倾向,这导致他们倾向于高估有利结果的可能性,同时低估不利结果的可能性([Weinstein, 1980; Shepperd 等, 2013](#))。Sedor([2002](#))的研究表明,分析师在评估公司业绩不佳时,更倾向于预测这种亏损是暂时的。特别是在管理层提出应对措施并预测未来可能实现高收益时,分析师更可能做出积极的盈利预测。相反,当公司业绩良好时,投资者在没有相反证据的情况下,往往认为这种良好业绩是可持续的。Emmett([2019](#))也发现,在业绩不佳的情况下,如果公司管理层对未来持乐观态度,投资者会认为未来获得收益的可能性更大,从而更倾向于投资。基于此,本文假设在业绩不佳的情况下,向投资者提供关于未来利好的预测可能会增强他们的投资意愿。本文在业绩类型的操控中保持了管理层应对措施和未来预测内容的一致性,这不仅是为了确保投资者意愿呈现一致的上升趋势,也是为了尽可能减少其他干扰因素的影响。

披露，则可能会削弱信息间的逻辑连贯性以及公司未来利好信息的正面效应，因此相对于整合披露，其对投资者意愿的增强作用较小。在业绩良好的情况下，由于投资者对披露信息的关注度较低，相对于业绩不佳时，整合披露对投资意愿的增强作用也相对较小。

基于上述分析，本文提出假设 2：在公司当期业绩表现不佳时，整合的 MD&A 信息披露对投资者投资意愿的增强作用更加显著。

（四）中介效应

MD&A 作为以报表和数字为核心的传统会计报告的重要补充，目前存在比较明显的缺陷。管理层披露的信息对投资者的有用性不足，无法使投资者、债权人等信息使用者全面理解公司的发展状况。因此，投资者往往需要寻找其他有助于投资决策的相关信息。在年报中，管理层堆砌了大量缺乏逻辑的文本信息，导致信息呈现稀疏；此外，MD&A 中的关键财务数据仅仅是简单的“复制”和“粘贴”，投资者难以从中获取额外的增量信息。当投资者带着对当期财务数据的疑问，期望在 MD&A 中找到答案时，若发现管理层未能对当期发展的变化进行充分且清晰的解释，这可能导致投资者对这些信息的信任度下降（Van Boven 和 Epley, 2003; Hirst 等, 2007）。非财务会计信息的可信度是决定其信息价值的关键因素（陆正飞和刘桂进, 2002; 李翔和冯峰, 2006），从而影响市场反应（Jennings, 1987; Gu 和 Li, 2007）。因此，年报中 MD&A 内容的传统披露方式可能导致信息披露的供需效率较低，从而使 MD&A 这一本应与投资者有效沟通的渠道失效，导致投资者的市场反应不足。本文预期，采用整合披露的形式，将 MD&A 内容以情景化的方式呈现，能够帮助企业更好地满足以投资者需求为导向的披露目标。这有助于投资者、债权人等信息需求者运用情景思维来评估公司业务模式的有效性，理解财务业绩的本质以及公司业务模式创造价值和获取现金流的过程，从而增强对 MD&A 内容的信任（Tversky 和 Koehler, 1994; Hirst 等, 2007; Keung, 2010）和投资意愿。

基于上述分析，本文提出假设 3：整合披露形式与投资者感知的 MD&A 内容可信度之间的关系，受到投资者对公司产品业务创造价值和获取现金流理解程度的中介作用；同时，投资者对公司产品业务创造价值和获取现金流的理解与其投资意愿之间的关系，受到投资者感知的 MD&A 内容可信度的中介作用。

三、研究方法

（一）被试者

参与实验的被试者为来自国内某 211 高校商学院的 MBA 学生。共有 123 名^①学生参与本次实验，其中男性 61 名，占比 49.59%；女性 62 名，占比 50.41%。被试者的平均工作年限为 8.94 年；75.61% 的被试者有投资股市的经验，他们在股市投资的平均年限为 5.44 年；被试者在会计和财务课程方面的平均学习门数为 2.38 门。^②

^① 被试者总数为 125 名，但由于其中 2 名学生未回答关于操控检验和人口统计信息的问题，本文无法确定他们的投资判断是否受到自变量的影响。因此，这 2 名学生的数据被排除在样本之外，不纳入后续的数据分析等过程。

^② Hirst 等（1999）以及 Elliott 等（2007）的研究表明，MBA 学生适合作为非专业投资者的研究对象。Elliott 等（2007）列出了真实的资本市场个人投资者（Retail Investor）和可以在实验中代表个人投资者的 Select M.B.A 学生的相关个人信息。本文实验被试者的投资股市比例（75.61%）和投资年限（5.44 年）与 Select M.B.A（分别为 69% 和 3.9 年）基本一致；在会计和财务课程学习门数上，本文的实验被试者（2.38 门）介于 Select M.B.A（3.5 门）和 Retail Investor（1.9 门）之间，这表明被试者的知识水平是恰当的。因此，从个人信息匹配的角度来看，本文的实验被试者能够代表资本市场中的真实个人投资者。此外，本文将“是否投资过资本市场”作为控制变量进行检验，实验结论保持不变。

(二)实验变量设计

本文采用 2(信息披露类型:整合披露,传统披露)×2(当期业绩类型:好经营业绩,差经营业绩)的被试者间(between-participants)实验。^①因变量为投资者的投资意愿。

实验材料的设计理念遵循了 IASB 提出的 MD&A 信息质量要求,重点关注一致性、清晰简明性和重要性。这些信息质量要求相互关联,共同发挥作用。例如,在考虑一致性时,本文也对清晰性和简明性进行了操控。当某部分信息可能影响投资者对其他部分信息的判断时,MD&A 内容应在满足一致性要求的同时,为投资者提供清晰的思路和视角,帮助他们理解相关信息的内在逻辑。重要性作为基本的信息质量要求,对 MD&A 案例选择的方向具有关键的指导作用,本文主要考虑了三个方面:主要经营产品、研发投入和经营性现金流。公司的主要经营产品即销售的产品,是公司产出的关键体现,也是公司价值的重要驱动力(Keung, 2010);研发投入是公司维持竞争力和行业影响力的关键因素,是企业提升竞争优势的方向(Porter, 1997),也是投资者评估公司可持续发展能力的主要方面(Matolcsy 和 Wyatt, 2008);经营性现金流水平是衡量公司持续经营能力和运营效率的重要指标,为投资者评估未来现金流提供了有效信息(Clinch 等, 2002)。

1. MD&A 整合披露操控

本文选取的案例公司是一家上市的丝绸企业,实验材料为简化后的年报内容,涵盖主要经营产品(包括服装、丝类产品、服饰五金三大类)、研发投入(涵盖自主研发项目及与高校合作项目)以及经营性现金流(包括流入、流出和净额)三个部分。在实验组中,本文采用了整合披露的方法,根据情景思维理论的逻辑,将一些基础性的、反映公司整体发展且至关重要的信息在“公司概要”部分予以披露。在经营产品和研发投入方面,本文根据服装、丝类产品、服饰五金这三大主营产品分别进行阐述,即将各类产品相关的收入、费用、毛利等关键财务数据与其对应的产品业务模式、核心竞争力、具体研发项目进行整合分析,以此揭示各类产品当期关键财务数据产生的原因,展现其研发项目的合理性和优势。在合理分析的基础上,本文对未来期间可能实现的毛利率水平进行了预测。在经营性现金流方面,本文将经营性现金流流入、流出和净额三项指标结合企业当前的经营建设水平,对其产生的原因进行了详细阐述,并提出了未来进一步优化现金流的可能措施。而对照组则采用了传统的披露方式,即分别呈现公司发展现状、关键财务数据和未来展望内容,这与现实中年报的披露方式一致。

在实验操控中,采用整合披露形式与传统披露形式的主要区别在于,前者将 MD&A 中各关键项目的所有同质信息进行了整合,并清晰地向投资者阐述了当期关键财务数据形成的原因。这种做法增强了 MD&A 内容的相关性和可验证性,有助于投资者更好地理解财务业绩的本质以及公司在报告期内的发展水平。在实验材料设计过程中,为了确保实验的有效性,本文仅选取了与主要经营产品、研发投入和经营性现金流三个部分相关的内容,对 MD&A 中涉及的其他内容进行了删减。整合披露实验组和传统披露对照组在内容上是保持一致的。

2. 当期业绩变量操控

当期业绩类型分为好经营业绩和差经营业绩,在这两种业绩类型之间,毛利率和经营性现金流这两个关键财务指标表现出显著的差异。

参照 Tan 等(2015)的研究,与上一年度同期相比,在好经营业绩的情况下,毛利率表现为“三增一减”(服装产品的毛利率增加 3.50%,丝类产品的毛利率增加 2.52%,服饰五金的毛利率

^① 详细的实验材料可以在《财经研究》官网获取。

减少 0.75%，总体毛利率增加 2.74%）；而在差经营业绩的情况下，毛利率表现为“三减一增”（服装产品的毛利率减少 3.50%，丝类产品毛利率减少 2.52%，服饰五金的毛利率增加 0.75%，总体毛利率减少 2.74%）。在毛利率增减不同，服装、丝类产品、服饰五金以及总计的当期营业收入、营业成本和毛利额（即绝对水平）保持一致的情况下，与上一年度同期相比，好经营业绩的公司营业总收入同比增长 3.17%，出口收入同比增长 6.74%；而差经营业绩的公司营业总收入同比下降 3.17%，出口收入同比下降 6.74%。

在经营性现金流方面，好经营业绩表现为经营性现金流流入同比增加 15.93%，经营性现金流出同比增加 15.87%，经营性现金流净额同比增加 16.38%；差经营业绩则表现为经营性现金流流入同比增加 10.93%，经营性现金流出同比增加 20.87%，经营性现金流净额同比减少 64.19%。这种设计的思路是：差经营业绩在现金流流入方面的增幅比好经营业绩少 5%，而在现金流出方面的增幅则多 5%，且保持 2020 年经营性现金流的各项金额一致，从而差业绩的现金流净额减少幅度达到 64.19%。研发项目和预期收益的内容保持一致。

由于当期业绩水平的差异，公司业绩产生的原因会有所不同。因此，本文将产品市场竞争力、产品价格和市场需求状况、供应链基地建设情况等影响当期业绩的因素进行了调整，以确保 MD&A 内容的逻辑性。

（三）实验任务与过程

在实验开始阶段，被试者被告知他们将在实验中扮演潜在投资者的角色，^①并阅读实验材料，随后研究人员立即收回这些材料。实验材料被分装在 3 个信封中。信封 A 内含知情同意书和案例资料，知情同意书中说明了任务的基本流程；案例资料则包括公司背景信息和主要经营业绩指标两部分（涵盖近三年的总资产、营业收入、营业成本、利润总额、净利润和每股收益）。信封 B 有 4 个版本，内含案例公司的 MD&A 内容和主要因变量问题，被试者将根据具体的变量操控被随机分配到其中一种情况。^②信封 C 内含实验材料内容回忆问题、中介问题、操控检验以及人口统计信息问题。实验用时 10—20 分钟。

四、实验结果分析

（一）操控检验

披露类型的操控检验涉及向被试者提出两部分问题：（1）是非题，包括“A 公司是否将服装产品/丝类产品/服饰五金的当期数据、研发情况和预期收益放在同一个表格里？”“A 公司是否将服装产品/丝类产品/服饰五金的当期业绩、研发情况和预期收益单独在同一个段落里进行讨论和分析？”（2）量表题，^③包括“您认为 A 公司关于服装产品/丝类产品/服饰五金相关内容的论述是否具有整合性？”“您觉得 A 公司管理层讨论与分析中涉及的所有内容的整合程度如何？”

业绩类型的操控检验同样包括两部分问题：（1）是非题“与去年同期相比，A 公司当期经营性现金流量净额是变好还是变差？”（2）量表题“与去年同期相比，您认为 A 公司的当期毛利率变化如何？”

在本文的披露类型操控检验中，对于是非题全部回答错误的被试者被视为未通过操控检验，共有 18 名被试者未通过此项检验，因而操控成功率率为 85.37%。在披露类型变量的操控量表

^① Jonas 和 Frey（2003）研究发现，将被试者假定为潜在投资者可以最大限度地减少其风险偏好对实验结果的影响。

^② 在四种情况下，被试者的人口统计特征（包括性别、年龄和投资经验）均不存在显著的主效应和交互效应。

^③ 上述问题均为 11 分量表题。

题中,“整合披露 vs 传统披露”的显著性 p 值为 0.06;^①而在业绩类型变量的操控量表题中,“好业绩 vs 差业绩”的显著性 p 值为 0.000,这表明本文中自变量的操控是有效的。

(二)假设检验

1. 假设 1 和假设 2 检验

假设 1 预期,与传统披露形式相比,MD&A 的整合披露能够显著增强投资者的投资意愿。用于衡量因变量投资意愿的相关问题是:“您对 A 公司的投资意愿有多高?(0-非常低,10-非常高)”。^②描述性统计结果如表 1 中 Panel A 所示,在整合披露形式下,投资意愿的均值为 5.70,方差为 2.12;而在传统披露形式下,投资意愿的均值为 4.98,方差为 2.46。在差经营业绩的情况下,整合披露形式的投资意愿均值为 5.24,方差为 2.24;传统披露形式的投资意愿均值为 4.00,方差为 2.54。在好经营业绩的情况下,整合披露形式的投资意愿均值为 6.23,方差为 1.88;传统披露形式的投资意愿均值为 5.97,方差为 1.97。图 1 初步验证了假设 1 和假设 2。

表 1 披露类型和业绩类型对投资意愿的影响

| | | 披露类型 | | | |
|------|-------|------------------------|------------------------|-------------------------|--|
| | | 传统披露 | 整合披露 | 总计 | |
| 业绩类型 | 差经营业绩 | 4.00 (2.54) [29] | 5.24 (2.24) [25] | 4.57 (2.46) [54] | |
| | 好经营业绩 | 5.97 (1.97) [29] | 6.23 (1.88) [22] | 6.08 (1.92) [51] | |
| | 总计 | 4.98 (2.46) [58] | 5.70 (2.12) [47] | 5.30 (2.33) [105] | |
| | | | | | |

| Panel B: 双因素方差分析(Two-way ANOVA) | | | | | |
|---------------------------------|---------|-----|--------|--------|-------|
| | III类平方和 | 自由度 | 均方 | F值 | p值 |
| 披露类型 | 14.605 | 1 | 14.605 | 3.052 | 0.042 |
| 业绩类型 | 56.463 | 1 | 56.463 | 11.797 | 0.001 |
| 披露类型×业绩类型 | 6.197 | 1 | 6.197 | 1.295 | 0.258 |
| 误差 | 483.389 | 101 | 4.786 | | |

| Panel C: 对比分析(Contrast test) | | | | | |
|---|--------|-----|--------|--------|-------|
| 2×整合披露/好经营业绩+1×传统披露/好经营业绩-0×整合披露/差经营业绩-3×传统披露/差经营业绩=0 | | | | | |
| | 平方和 | 自由度 | 均方 | F值 | p值 |
| 对比(2, 1, 0, -3) | 60.936 | 1 | 60.936 | 12.732 | 0.001 |

| Panel D: 简单主效应分析(Simple main effect test) | | | | | |
|---|--------------|--------|----|--------|--------|
| | 平方和 | 自由度 | 均方 | F值 | p值 |
| 差经营业绩 | 整合披露vs传统披露 | 20.644 | 1 | 20.644 | 4.313 |
| 好经营业绩 | 整合披露vs传统披露 | 0.857 | 1 | 0.857 | 0.179 |
| 传统披露 | 好经营业绩vs差经营业绩 | 56.017 | 1 | 56.017 | 11.704 |
| 整合披露 | 好经营业绩vs差经营业绩 | 11.406 | 1 | 11.406 | 2.383 |

① 这在一定程度上可以认为,投资者所感知的以情景思维来阐述和披露 MD&A 内容是一种相对于传统披露更加整合的披露方式。

② 本文还探讨了被试者对于投资吸引力的看法,具体问题是:“您认为,A 公司对您的投资吸引力有多大?(0-非常小,10-非常大)”。“整合披露 vs 传统披露”存在单尾主效应, p 值为 0.08;而与业绩类型的交互作用不显著, p 值为 0.37。在将投资吸引力和投资意愿进行加总平均处理后,结果保持不变:“整合披露 vs 传统披露”的单尾主效应依然显著, p 值为 0.056;与业绩类型的交互作用仍不显著, p 值为 0.303。

由于采用的是 2×2 被试者间实验, 本文使用双因素方差分析(Two-way ANOVA)来检验研究假设。ANOVA 结果如表 1 中 Panel B 所示, “整合披露 vs 传统披露”存在显著的主效应, p 值为 0.042。这一结果支持了假设 1, 即采用整合方式披露 MD&A 内容能够影响投资者的判断, 增强其投资意愿。同时, “好经营业绩 vs 差经营业绩”也存在显著的主效应, p 值为 0.001。

表 1 中 Panel B 结果显示, 披露类型与业绩类型之间的交互作用不显著, p 值为 0.258。

因此, 本文进一步采用对比分析(Contrast test)方法进行探究。根据 Buckless 和 Ravenscroft(1990)以及 Rosnow 和 Rosenthal(1995)的研究, 与 ANOVA 相比, 对比分析能够降低弃真错误的发生率, 并提高对自变量交互作用检验的准确性。根据对比分析的定义, 本文为整合披露/好经营业绩、传统披露/好经营业绩、整合披露/差经营业绩、传统披露/差经营业绩分别赋予了权重 2、1、0、-3。分析结果如表 1 中 Panel C 所示, 自变量之间存在交互作用, p 值为 0.001, 即整合披露与传统披露形式对投资意愿的影响在不同业绩水平上表现出差异。

为了进一步检验假设 2, 本文进行了简单主效应分析, 结果如表 1 中 Panel D 所示。在差经营业绩的情况下, 整合披露与传统披露之间存在显著差异, p 值为 0.040; 而在好经营业绩的情况下, 两者之间没有显著差异, p 值为 0.673。这一结果支持了假设 2, 即在差经营业绩的情况下, 整合披露方式的效果更加显著, 投资者更倾向于投资采用整合披露的公司。此外, 无论是在整合披露还是传统披露的情况下, 业绩好坏之间均存在显著差异: 在整合披露中, p 值为 0.063; 在传统披露中, p 值为 0.001。这再次证实了本文对业绩类型变量操控的有效性。

2. 中介效应检验

本文预期, 投资者对公司产品业务创造价值过程的理解以及对 MD&A 内容的信任度, 是信息披露类型影响投资者意愿的中介机制。具体来说, 信息的整合披露方式能够帮助投资者更深入地理解公司产品业务创造价值并获取现金流的过程, 从而增强他们对 MD&A 内容的信任和投资意愿。与此相关的中介问题包括: “A 公司的管理层讨论与分析内容是否能够帮助您更好地理解公司产品业务是如何创造价值并获取现金流量的(0—几乎不可以, 10—非常可以)?”以及“您认为, A 公司管理层讨论与分析内容的可信度有多高?(0—非常低, 10—非常高)”。本文采用 Hayes Process Model 83 进行中介效应检验: 将信息披露类型(整合披露=1, 传统披露=0)作为自变量, 当期业绩类型(差经营业绩=1, 好经营业绩=0)作为调节变量, 投资者对公司产品业务创造价值并获取现金流量的理解作为中介变量 1, 投资者感知的 MD&A 内容可信度作为中介变量 2, 投资意愿为因变量。结果显示, 整合披露能使投资者更好地理解公司产品业务如何创造价值并获得现金流量。当管理层向投资者展示公司赚取收入和产生现金流的场景, 并讨论与公司相关的经济和行业因素, 详细披露公司面临的机遇和挑战以及为应对这些机遇和挑战而制定的研发计划或措施时, 投资者能够清晰地理解和把握管理层制定研发目标的“前因后果、来龙去脉”, 从而对公司未来的发展趋势做出有效的判断, 实现 IASB 对 MD&A 的预期功能。

同时, 本文分析了业绩类型的调节效应。在当期业绩表现不佳时, 与传统披露方式相比, 整合披露显著提升了投资者对公司价值创造过程的理解。而在当期业绩表现良好时, 信息披露的

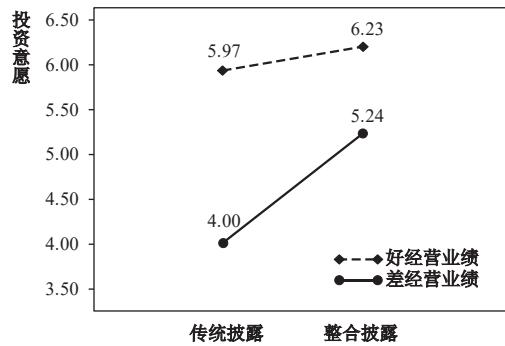


图 1 实验结果

注: 披露类型和业绩类型作为自变量, 投资者的投资意愿作为因变量。

整合与否对投资者理解公司产品业务创造价值并获取现金流的过程并无显著影响。这从侧面支持了假设2,即在业绩不佳时,投资者会寻求更多信息,而传统的MD&A披露形式已无法满足其信息需求。相反,整合披露为投资者提供了一个更具逻辑性的公司发展视角,使其能够全面理解公司当前的资源配置、市场需求和产品经营状况。此外,当投资者能够更好地理解公司产品业务创造价值的过程时,他们对MD&A内容的信任度显著提高,从而投资意愿增强。如表2所示,总体而言,与传统披露相比,整合披露对投资意愿的增强作用是通过投资者对公司创造价值过程的理解以及对MD&A内容可信度的感知实现的。在业绩不佳的情况下,这种中介效应显著;而在业绩良好的情况下,中介效应并不显著。此路径为完全链式^①中介,结果支持了假设3。

表2 中介效应的Bootstrap检验(5000次)

| | 效应值 | 标准误 | 90%置信区间下限 | 90%置信区间上限 |
|-------|------|------|-----------|-----------|
| 总体 | 0.39 | 0.17 | 0.14 | 0.68 |
| 差经营业绩 | 0.58 | 0.25 | 0.20 | 1.03 |
| 好经营业绩 | 0.20 | 0.21 | -0.11 | 0.40 |

本文进一步检验了信息整合披露是否会对投资者理解披露信息本身产生显著影响。为此,本文让被试者回忆A公司各产品的当期毛利率和预期毛利率的变化趋势(增加或减少)及其幅度([0%, 1%]、[1%, 3%]或[3%, 5%])、经营性现金流的变化情况^②(增加、不变或减少),以及将各产品的研发措施与预期收益进行匹配。^③每道题目的得分基于正确回答的数量占总题目数的比例计算,再将各题得分平均,得出变量得分。结果显示,虽然投资者对信息本身的理解并非信息披露类型影响投资意愿的直接路径机制,^④但信息的整合披露确实显著提升了投资者对公司披露信息的理解程度。被试者在回忆财务数据时的准确性提升,表明整合披露形式有助于投资者运用情景思维,有效把握信息的真实含义和当期业绩水平,从而提高信息检索和吸收的效率。

(三)进一步分析

1. 投资者对财务业绩本质的理解

IASB指出,年度报告中MD&A信息的展示和披露应有助于投资者、债权人以及其他外部信息使用者理解公司创造价值和获取现金流的周期,以及内外部环境和社会因素对公司经营活动的影响。作为财务报表的重要补充,整合的MD&A信息披露旨在帮助投资者更深入地理解当期财务数据背后的业绩实质。因此,本文进一步探讨了整合披露对投资者理解财务业绩本质的影响。相关问题为:“A公司的管理层讨论与分析是否能够帮助您更好地理解财务业绩的本质?(0—几乎不可以,10—非常可以)”。本文发现,与传统披露方式相比,整合披露能够显著提升投资者对财务业绩本质的理解。简单主效应分析表明,在业绩不佳的情况下,整合披露更能帮助投资者洞察财务数据背后公司当期发展的真实本质;而在业绩表现良好的情况下,年报信息以情景化方式呈现,并未对投资者理解财务业绩的本质产生显著影响。

^① 本文考察了整合披露相对于传统披露是否能直接影响投资者对MD&A内容可信度的感知,从而影响投资意愿。结果表明,与传统披露方式相比,整合披露并未显著改变投资者对MD&A内容可信度的评价。这进一步证实投资者对MD&A内容可信度的感知完全由他们对公司在创造价值过程中的理解发挥中介作用。

^② 本文评估了被试者对实验材料中A公司现金流变化情况回忆的准确性。结果显示,在业绩不佳的情况下,整合披露与传统披露在回忆准确性上存在显著差异;而在业绩良好的情况下,这两种披露方式在回忆准确性上并无显著差异。这进一步表明,投资者在公司业绩不佳时对财务数据的关注度和敏感性更高,从而更有可能进行额外的信息搜集活动。

^③ 这一问题的回答准确度在披露类型上存在显著的主效应,不存在与业绩类型的交互作用。简单主效应分析结果显示,无论是在整合披露还是传统披露下,业绩表现良好与业绩表现不佳之间的准确度均不存在显著差异。

^④ 对信息本身理解的加深并没有增强投资意愿,这可能是因为业绩类型存在方向相反的影响效应而相互抵消。

2. 投资者对 MD&A 决策有用性的感知

IASB 指出,当前碎片化的信息披露模式往往难以与企业财务报表等内容形成有效对接,且过多的文本内容堆积使投资者难以高效地筛选出关键信息(刘昱熙,2007)。因此,传统披露方式可能会削弱信息的决策价值,导致投资者难以将具有增值潜力的信息融入投资决策过程中。基于此,本文通过询问被试者“您认为,A 公司的管理层讨论与分析内容对您的投资决策的有用程度如何?(0—非常低,10—非常高)”,评估 MD&A 信息的决策有用性。本文发现,将 MD&A 信息进行逻辑阐述和披露,能在投资者进行投资决策和分析年报时提供有价值的信息,从而提升年报信息披露的决策价值。简单主效应分析表明,在业绩表现不佳的情况下,整合披露能为投资者提供一个理解企业发展的情景框架,从而增加其对投资决策有用性的感知;而在业绩表现良好的情况下,情景化的信息披露并未显著改变投资者对 MD&A 信息决策有用性的评价。

3. 投资者对 MD&A 说服力的感知

本文进一步考察了投资者对 MD&A 内容说服力的感知。相关问题设定为:“您认为,A 公司的管理层讨论与分析内容是否有说服力?(0—一点也没有,10—非常有说服力)”。结果显示,当投资者接触到情景化的信息时,他们对年报内容的说服力感知有所增强。在业绩表现不佳的情况下,信息整合披露方式使投资者认为 MD&A 内容更具说服力;而在业绩表现良好的情况下,披露方式的选择对投资者在说服力感知方面没有显著影响。

4. 投资者投资经验的影响

投资者的投资经验是影响其决策的重要因素。Tan 等(2014)研究发现,在资本市场上拥有丰富经验的投资者往往会展现出与经验较少的投资者不同的业绩判断,比较成熟的投资者倾向于以更具分析性和系统性的方法来处理信息。可以推断,投资经验丰富的投资者可能不太容易受到信息披露形式的影响。本文对被试者在人口统计信息部分关于投资时长、对 MD&A 内容的关注度以及阅读年报频率的回答进行了标准化处理,并计算其均值,以此作为衡量投资者成熟度的指标。本文将投资者成熟度作为协变量进行回归分析。结果显示,即使是经验丰富的成熟投资者,其投资决策也会受到信息披露方式的影响。与传统披露相比,整合披露更能增强投资者的投资意愿。简单主效应分析结果与主要发现相吻合,这进一步证实了本文结果的稳健性。

五、研究结论

上市公司所披露的信息特别是会计信息构成了投资者决策的基石,对资本市场资源的优化配置具有重要影响。本文采用实验方法探讨了信息披露形式如何有效满足资本市场的信息需求。实验以年报中的 MD&A 部分为场景,该部分通常包含大量的文本信息。本文将公司信息以情景化的方式呈现给资本市场投资者,发现信息的整合披露能够增强投资者对信息的理解及投资意愿。将 MD&A 中的关键财务数据进行逻辑阐述,并将其与公司的当前发展状况相结合,进而得出公司未来发展趋势的披露方式,能够深化投资者对公司价值创造过程的认识。这使投资者能够站在管理层的立场上分析公司的发展态势,预测未来走向,从而促进了与投资者的有效沟通,提升了信息披露的帕累托有效性。

本文还发现,上市公司的当期业绩类型对信息披露的影响起到了调节作用。在业绩表现良好的情况下,整合披露与传统披露方式对投资者判断的影响并无显著差异。这可能是由于“天花板效应”的存在,即使传统披露方式下的信息质量不高,投资者也可能因业绩本身的积极表现而受到影响。而在业绩不佳的情况下,整合披露更能满足投资者的信息需求,增强投资意愿的作用更加显著。这表明信息的逻辑性整合能够有效提振市场信心,有助于资本市场稳健发展。

本文的研究结论对学术界和实务界均具有重要启示，并为信息披露相关准则的征求意见稿提供了实践性补充。现有研究大多采用大样本或文本分析的方法，从公司供给角度探讨MD&A文本内容的披露问题。本文首次将情景思维理论引入MD&A年报领域，并通过实验研究提供了更加丰富和合理的因果关系证据。研究发现，优化信息披露的形式可以有效满足资本市场对会计信息的需求。未来的研究可以尝试变换研究背景以检验信息需求的稳定性，或者探讨审计师、分析师等信息中介机构在信息整合披露对投资判断影响中的调节作用。

主要参考文献:

- [1]李翔,冯峥.会计信息披露需求:来自证券研究机构的分析[J].*会计研究*,2006,(3):63–68.
- [2]李燕媛.上市公司“管理层讨论与分析”信息披露问题研究[M].北京:中国社会科学出版社,2018.
- [3]陆正飞,刘桂进.中国公众投资者信息需求之探索性研究[J].经济研究,2002,(4):36–43.
- [4]马永义.提高财务报告分析效率与效果应做好的前置准备[J].*商业会计*,2021,(19):65–68.
- [5]潘琰,辛清泉.解读企业信息需求——基于机构投资者的信息需求探索[J].*会计研究*,2004,(12):14–22.
- [6]王文红,刘浩.叙述性报告信息质量特征最新发展——基于对管理层评论的分析[J].财会月刊,2022,(4):76–81.
- [7]薛爽,肖泽忠,潘妙丽.管理层讨论与分析是否提供了有用信息?——基于亏损上市公司的实证探索[J].管理世界,2010,(5):130–140.
- [8]Barron O E, Kile C O, O'Keefe T B. MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1999, 16(1): 75–109.
- [9]Baumeister R F, Bratslavsky E, Finkenauer C, et al. Bad is stronger than good[J]. *Review of General Psychology*, 2001, 5(4): 323–370.
- [10]Baur D G, Dimpfl T. Googling gold and mining bad news[J]. *Resources Policy*, 2016, 50: 306–311.
- [11]Blankespoor E. The impact of information processing costs on firm disclosure choice: Evidence from the XBRL mandate[J]. *Journal of Accounting Research*, 2019, 57(4): 919–967.
- [12]Blankespoor E, deHaan E, Marinovic I. Disclosure processing costs, Investors' information choice, and equity market outcomes: A review[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2020, 70(2–3): 101344.
- [13]Bloomfield R J. The “Incomplete Revelation Hypothesis” and financial reporting[J]. *Accounting Horizons*, 2002, 16(3): 233–243.
- [14]Brown N C, Crowley R M, Elliott W B. What are you saying? Using *topic* to detect financial misreporting[J]. *Journal of Accounting Research*, 2020, 58(1): 237–291.
- [15]Brown S V, Hinson L A, Tucker J W. Financial statement adequacy and firms' MD&A disclosures[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 41(1): 126–162.
- [16]Bryson S, Grime M, Murthy A, et al. Behavioral issues in the practical application of scenario thinking: Cognitive biases, effective group facilitation and overcoming business-as-usual thinking[A]. Kunc M, Malpass J, White L. *Behavioral operational research: Theory, methodology and practice*[M]. London: Palgrave Macmillan, 2016.
- [17]Buckless F A, Ravenscroft S P. Contrast coding: A refinement of ANOVA in behavioral analysis[J]. *The Accounting Review*, 1990, 65(4): 933–945.
- [18]Clarkson P M, Kao J L, Richardson G D. Evidence that management discussion and analysis (MD&A) is a part of a Firm's overall disclosure package[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1999, 16(1): 111–134.
- [19]Clinch G, Sidhu B, Sin S. The usefulness of direct and indirect cash flow disclosures[J]. *Review of Accounting Studies*, 2002, 7(4): 383–404.

- [20]Cole C J, Jones C L. The quality of management forecasts of capital expenditures and store openings in MD&A[J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2015, 30(2): 127–149.
- [21]Elliott W B, Hodge F D, Kennedy J J, et al. Are M. B. A. students a good proxy for nonprofessional investors?[J]. *The Accounting Review*, 2007, 82(1): 139–168.
- [22]Epstein L G, Schneider M. Ambiguity, information quality, and asset pricing[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(1): 197–228.
- [23]Epstein M J, Pava M L. Shareholders' perceptions on the usefulness of MD&AS[J]. *Managerial Finance*, 1995, 21(3): 68–83.
- [24]Fama E F, Laffer A B. Information and capital markets[J]. *The Journal of Business*, 1971, 44(3): 289–298.
- [25]Gu F, Li J Q. The credibility of voluntary disclosure and insider stock transactions[J]. *Journal of Accounting Research*, 2007, 45(4): 771–810.
- [26]Hastie R, Dawes R M. Rational choice in an uncertain world: The psychology of judgment and decision making[M]. Sage Publications, 2009.
- [27]Hazan-Liran B, Miller P. Stroop-like effects in a new-code learning task: A cognitive load theory perspective[J]. *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, 2017, 70(9): 1878–1891.
- [28]Hirst D E, Koonce L, Miller J. The joint effect of Management's prior forecast accuracy and the form of its financial forecasts on investor judgment[J]. *Journal of Accounting Research*, 1999, 37(S): 101–124.
- [29]Hirst D E, Koonce L, Venkataraman S. How disaggregation enhances the credibility of management earnings forecasts[J]. *Journal of Accounting Research*, 2007, 45(4): 811–837.
- [30]Indjejikian R J. The impact of costly information interpretation on firm disclosure decisions[J]. *Journal of Accounting Research*, 1991, 29(2): 277–301.
- [31]Jennings R. Unsystematic security price movements, management earnings forecasts, and revisions in consensus analyst earnings forecasts[J]. *Journal of Accounting Research*, 1987, 25(1): 90–110.
- [32]Jonas E, Frey D. Information search and presentation in advisor–client interactions[J]. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 2003, 91(2): 154–168.
- [33]Jungermann H. Inferential processes in the construction of scenarios[J]. *Journal of Forecasting*, 1985, 4(4): 321–327.
- [34]Keung E C. Do supplementary sales forecasts increase the credibility of financial analysts' earnings forecasts?[J]. *The Accounting Review*, 2010, 85(6): 2047–2074.
- [35]Koonce L, Seybert N, Smith J. Causal reasoning in financial reporting and voluntary disclosure[J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2011, 36(4–5): 209–225.
- [36]Li F. The information content of forward-looking statements in corporate filings: A Naïve Bayesian machine learning approach[J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48(5): 1049–1102.
- [37]MacKay B, McKiernan P. Back to the future: History and the diagnosis of environmental context[J]. *International Studies of Management & Organization*, 2006, 36(3): 93–109.
- [38]Matolcsy Z P, Wyatt A. The association between technological conditions and the market value of equity[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(2): 479–518.
- [39]Muslu V, Radhakrishnan S, Subramanyam K R, et al. Forward-looking MD&A disclosures and the information environment[J]. *Management Science*, 2015, 61(5): 931–948.
- [40]Nardi B A. The use of scenarios in design[J]. *ACM SIGCHI Bulletin*, 1992, 24(4): 13–14.
- [41]Porter M E. Competitive strategy[J]. *Measuring Business Excellence*, 1997, 1(2): 12–17.

- [42]Rosnow R L, Rosenthal R. "Some things you learn aren't so": Cohen's paradox, asch's paradigm, and the interpretation of interaction[J]. *Psychological Science*, 1995, 6(1): 3–9.
- [43]Sarpong D, Maclean M. Scenario thinking: A practice-based approach for the identification of opportunities for innovation[J]. *Futures*, 2011, 43(10): 1154–1163.
- [44]Schnaars S P. How to develop and use scenarios[J]. *Long Range Planning*, 1987, 20(1): 105–114.
- [45]Sedor L M. An explanation for unintentional optimism in analysts' earnings forecasts[J]. *The Accounting Review*, 2002, 77(4): 731–753.
- [46]Skowronski J J, Carlston D E. Negativity and extremity biases in impression formation: A review of explanations[J]. *Psychological Bulletin*, 1989, 105(1): 131–142.
- [47]Tan H T, Wang E Y, Zhou B. When the use of positive language backfires: The joint effect of tone, readability, and investor sophistication on earnings judgments[J]. *Journal of Accounting Research*, 2014, 52(1): 273–302.
- [48]Tan H T, Wang E Y, Zhou B. How does readability influence investors' judgments? Consistency of benchmark performance matters[J]. *The Accounting Review*, 2015, 90(1): 371–393.
- [49]Tversky A, Kahneman D. Extensional versus intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment[J]. *Psychological Review*, 1983, 90(4): 293–315.
- [50]Tversky A, Koehler D J. Support theory: A nonextensional representation of subjective probability[J]. *Psychological Review*, 1994, 101(4): 547–567.
- [51]Van Boven L, Epley N. The unpacking effect in evaluative judgments: When the whole is less than the sum of its parts[J]. *Journal of Experimental Social Psychology*, 2003, 39(3): 263–269.
- [52]Van der Heijden K, Bradfield R, Burt G, et al. *The sixth sense: Accelerating organizational learning with scenarios*[M]. John Wiley & Sons, 2009.
- [53]Zhang S Y, Aerts W, Pan H F. Causal language intensity in performance commentary and financial analyst behaviour[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2019, 46(1–2): 3–31.

Integrated Information Disclosure, Information Processing Costs, and Investment Willingness: An Experimental Study Based on Individual Investors' Judgment

Zhou Bo^{1,2,3}, Li Jierou³, Wang Shaofei^{1,4}

(1. *Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*;
2. *Dishui Lake Advanced Finance Institute, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200120, China*;
3. *School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*;
4. *College of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Summary: As an important development of the traditional annual report based on statements and figures, the management discussion and analysis (MD&A) is expected to enable investors to understand the logic and development trend of the company's business and finance from a management perspective. In order to regulate the disclosure behavior of listed companies, the IASB and the China Securities Regulatory Commission (CSRC) successively issued revised rules in 2021.

This paper focuses on MBA students and conducts an experimental study to examine whether logical classification, elaboration, and presentation of homogeneous information related to an integrated disclosure

format make it easier for investors to interpret and process the information while holding constant the information disclosure quantity. The results show that integrated information disclosure significantly improves investors' true understanding of MD&A and promotes investors' scenario thinking. This positive effect is stronger for companies with deteriorating performance to rebuild investor confidence. Mediation analysis shows that integrated information disclosure significantly improves investors' understanding of the value creation process of the company's product business, which in turn increases investors' trust in MD&A disclosure and their willingness to invest.

This paper has the following contributions: First, it provides practical guidance to the CSRC and the IASB on how to improve MD&A disclosure. This paper shows that integrated information disclosure can improve individual investors' access to information and make their investment decisions more informed, and it can help the management to boost investor confidence during an economic downturn. Second, it introduces the scenario thinking theory to the disclosure field, providing theoretical support for the innovation and improvement of information disclosure in the capital market. Third, it finds that even without increased information disclosure content, an effective disclosure format itself can improve investor willingness, thereby reducing information asymmetry and financing costs.

Key words: information processing costs; integrated information disclosure; scenario thinking

(责任编辑 康 健)

(上接第 139 页)

overall impact on fund performance. The results show that style drift generally improves fund performance; however, the CSRC's regulations place certain constraints on the returns of high-drift funds. This paper further classifies style drift into capability-based and trend-chasing drift. The findings indicate that funds with investment capability significantly improve performance through style drift, though this effect is weakened by regulatory restrictions. Conversely, trend-chasing drift negatively correlates with performance, with regulatory restrictions improving the performance of such funds.

The marginal contributions of this paper are that: First, by differentiating between capability-based and trend-chasing drift behaviors, it provides a new perspective on the economic consequences of style drift. Second, it examines the impact of regulatory policies on fund behavior and performance, offering recommendations for balancing the flexibility and rigor of style drift regulations. Third, it introduces a sector-based method for quantifying style drift, providing theoretical support for regulatory authorities in monitoring fund styles and maintaining the stability of fund risk characteristics.

This paper has practical significance for China's capital markets by revealing the complex impact of style drift on performance and emphasizing the balance between regulation and flexibility. Although style drift may enhance fund performance under specific conditions, excessive regulatory relaxation could lead to style benchmark instability. To address this, it is recommended that regulatory authorities establish a fund evaluation system to identify high-capability funds, apply stricter oversight on high-risk trend-chasing drift, and allow measured flexibility for rational and analysis-based drift. Investors should also increase their understanding of style drift, assessing funds' long-term returns and risks rationally to achieve stable financial goals.

Key words: style drift; fund performance; trend chasing; fund investment capability

(责任编辑 康 健)